Flash Chile

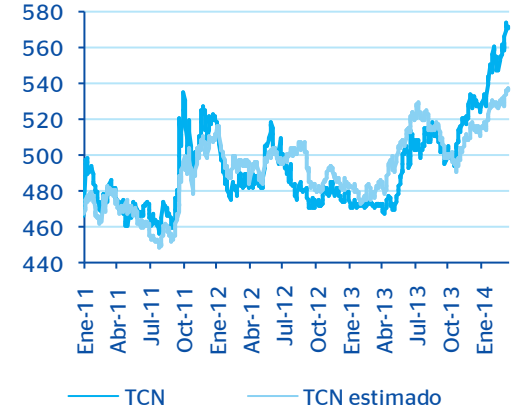
Tipo de cambio: Cuidado con las reversiones de corto plazo

El tipo de cambio se ubica marcadamente por sobre fundamentales incorporando factores de *flow* como el *carry trade*. Este desalineamiento no respondería al precio del cobre, apreciación del USD, evolución de activos internacionales o al desarme de US$9bn en operaciones NDF entre octubre 2013 y marzo 2014.

Alertamos sobre eventual apreciación de corto plazo, enmarcada en un proceso depreciativo de mediano plazo, que tendría impacto deflacionario. De ocurrir una apreciación transitoria hacia niveles de $550 en las próximas semanas, el impacto negativo sobre gasolina se sentiría tan pronto como en abril, con un IPC migrando hacia terreno nulo/negativo.

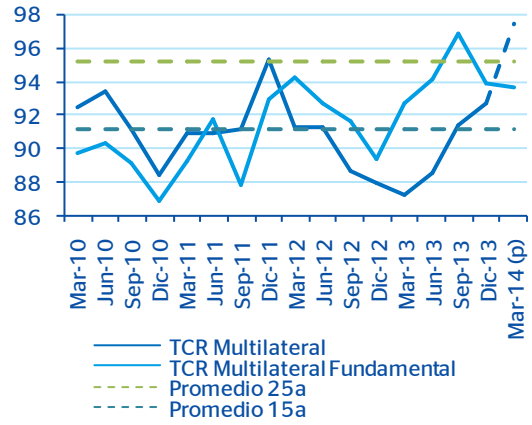
Estimamos distintos modelos de tipo de cambio y todos ellos indican que el valor actual de la paridad se ubica por sobre lo que pueden explicar sus determinantes. En efecto, un modelo de corto plazo que la mayor parte del tiempo explica de forma adecuada las fluctuaciones del tipo de cambio, en la actual coyuntura no logra explicar la intensa depreciación que ha tenido el peso. Si bien al incluir en el modelo la posición neta en el mercado de derivados externos —un indicador de *carry trade* — el poder explicativo del modelo mejora y se aproxima al 90%, en el margen se observa un error creciente y no es posible explicar niveles por sobre $540 por dólar (Gráfico 1). Un modelo de determinantes del tipo de cambio real, confirma la visión de que el tipo de cambio se ubica actualmente por sobre los niveles explicados por sus fundamentos, logrando explicar la depreciación del peso sólo hasta valores cercanos a $545-$550 (Gráfico 2).

Gráfico 1
Tipo de cambio nominal efectivo y estimado ($/USD)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 2
Tipo de cambio real efectivo y estimado (índice 1986=100)

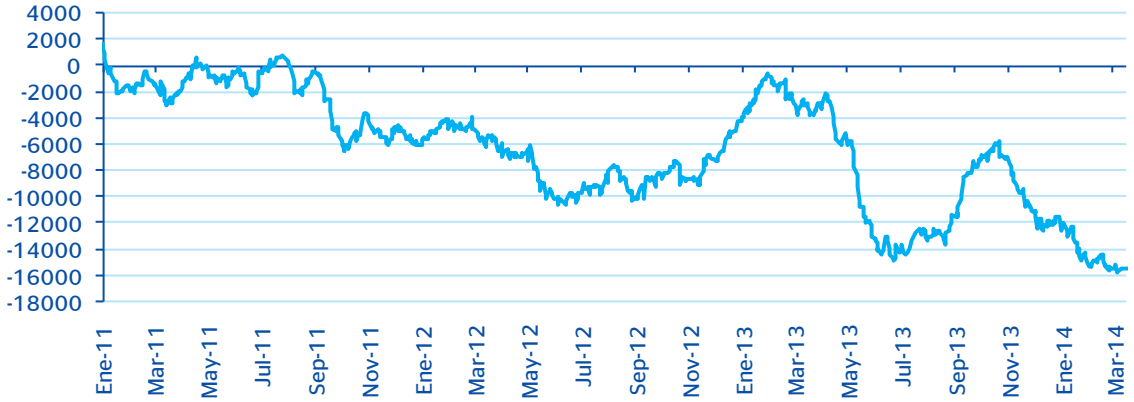


Fuente: BCCh, BBVA Research

Como antecedente adicional, estimamos que el TCR se ubicará en torno a 99 en marzo 2014 (índice base 1986=100) considerando un IPC en torno a 0,7% y paridades nominales similares a las del cierre del 18 de marzo el resto del mes. Este nivel se ubicaría 9% por sobre su promedio 1996-2013 y 6% por sobre su promedio 1999-2013. Si el tipo de cambio estuviera 9% por debajo de su promedio histórico, y el Banco Central fuera simétrico en su evaluación de los desalineamientos cambiarios, estaría seriamente evaluando una intervención cambiaria. **Descartamos una intervención cambiaria, pero este desalineamiento indica al menos dos cosas: (1) Vemos poco espacio para depreciaciones del peso en el corto plazo; (2) Tendremos al Banco Central manteniendo la TPM en 4% hasta que el tipo de cambio regrese a niveles más cercanos a fundamentales como primera barrera de alineamiento.**

¿Qué se puede esperar en el corto plazo respecto de las operaciones de *carry trade*? Estimamos que de concretarse un alto IPC de marzo, se asentará una visión neutral para la política monetaria, que podría llevar a que se vuelvan a armar posiciones o, al menos, a que se detenga el desarme visto en los últimos meses (Gráfico 3). Recordemos que tanto la caída del precio del cobre como también la expansividad de la política monetaria local y el *tapering*, han contribuido a la depreciación del peso. Bajo expectativas de que la política monetaria local no seguiría inyectando estímulo (un error que se podría acrecentar luego del IPC de marzo), desaparece una de las razones de extranjeros para seguir apostando contra el peso.

Gráfico 3
Posición neta en el mercado derivado externo (MM USD)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Una consecuencia directa de lo anterior es que podríamos tener reversiones de corto plazo de la paridad hacia niveles de $550 y un efecto indirecto es que podríamos ver el IPC en algún (os) mes (es) con variaciones mensuales nulas/negativas.

Más allá de las fluctuaciones de corto plazo y de la visión de *trading* de corto plazo que levantamos, seguimos viendo el tipo de cambio cerrando el año en niveles de $590 empujado por un paulatino deterioro en los fundamentales locales y un escenario externo de mayor robustez del USD con cobre cercano aún a su nivel de largo plazo (escenario que no es de consenso). En efecto, proyectamos que después de una pausa en el proceso de recortes de la TPM que podría durar uno o dos meses, el Banco Central continuará inyectando estímulo monetario a la economía, hasta ubicar la TPM en un nivel de 3,25%, coherente con una tasa de interés real cercana a cero. Este nivel de la TPM no se encuentra incorporado en las expectativas de los agentes ni en los precios de los activos financieros. Cuando se incorpore, deberíamos volver a ver una racha depreciativa del CLP pero esta vez más alineada con los fundamentales.

Más acerca de Chile, Click aquí.

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com
+56 02 2939 10 21

Hermann González
hermannesteban.gonzalez@bbva.com
+56 02 2939 13 54

Fernando Soto
fsotol@bbva.com
+56 02 2939 14 95

Cristóbal Gamboni
cristobal.gamboni@bbva.com
+56 02 2939 10 34

Aníbal Alarcón
anibal.alarcon.contractor@bbva.com
+56 02 2939 10 52

BBVA | RESEARCH

| Pedro de Valdivia 100, Santiago de Chile | Tel.: +56 02 939 00 00 | www.bbvaresearch.com

Antes de imprimir este mensaje, por favor, compruebe que es necesario hacerlo.

La presente comunicación y sus anexos quedan sujetos a confidencialidad en los términos establecidos en la normativa aplicable, dirigiéndose exclusivamente al destinatario mencionado en el encabezamiento. Son de exclusivo uso interno y queda prohibida su divulgación, copia, cesión, entrega, remisión o envío a terceros ajenos al Grupo BBVA sin consentimiento previo y escrito del remitente. Si ha recibido este mensaje por error, debe saber que su lectura, uso o copia están prohibidos y le rogamos que lo comunique inmediatamente mediante reenvío a la dirección electrónica del remitente, eliminándolo a continuación.